

2024年04月15日

证券研究报告·公司研究报告

特一药业 (002728) 医药生物

当前价: 14.74元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

渠道和新品双管齐下，品牌中药龙头正复兴

投资要点

- 推荐逻辑:** 在政策鼓励中医药的背景下，公司聚焦特色中成药，有望迎来新的高速发展阶段。1) 止咳宝片为公司核心品种，具有百年品牌积淀，“产能扩张+渠道变革”有望驱动该品种 3-5 年实现翻倍以上增长；2) 公司将皮肤病血毒丸、降糖舒丸作为继止咳宝片后的重大品种进行培育，有望通过 3-5 年把皮肤病血毒丸、降糖舒丸打造为年营销收入到达 3 亿左右的中药大品种；3) 产能扩张有望带动原料药收入增长一倍。
- 止咳宝片：百年品牌积淀，产能扩张+渠道变革驱动翻倍空间。** 独家品种止咳宝片是岭南中药的代表之一，具有百年历史和众多用户基础。止咳宝片为公司核心品种，2023 年止咳宝片的销量突破了 10 亿片，同比增长 91%，放量显著，止咳宝片贡献收入占比进一步提升至 41%。产能扩张+渠道变革，公司将核心品种止咳宝片作为未来长期经营的目标，力争在 3-5 年左右的时间，达到止咳宝片销售 24 亿片的目标，较 2023 年实现翻倍以上空间增长，主要是基于以下原因：1) 止咳宝片疗效显著，见效快，且具有价格优势，后续产品仍有提价的空间；2) 止咳宝片空间广阔，空白区域待开发；3) 人口老龄化，叠加新冠，呼吸系统疾病高发消费群体大；4) 止咳宝片逐步扩产，2023 年产能从 10 亿片提升至 18 亿片，产能有望进一步提升；5) 竞争格局较优，在 2023H1 中国城市实体药店终端止咳祛痰平喘中成药品牌 TOP10 中，特一药业的止咳宝片位列第 7 名，竞品较多市场份额分散，呈现小份额均摊的局面，后续市场份额有望逐步提升。
- 皮肤病血毒丸和降糖舒丸：潜力新品放量在即。** 鉴于皮肤病和糖尿病巨大的患者基数，公司已将皮肤病血毒丸、降糖舒丸作为继止咳宝片后的重大品种进行培育。**1) 皮肤病血毒丸** 产品于 2020 年上市，适用于雀斑粉刺、风疹、湿疹等，起到外病内治的功效，目前竞争格局良好，仅有同仁堂有同类产品上市，都处于市场推广期，在未来 3-5 年发展为 3 亿元的大品种。**2) 降糖舒丸** 于 2019 年上市，属于降糖类药物，功能为滋阴补肾，生津止渴，用于糖尿病及糖尿病引起的全身综合症。凭借服用方便、适用症范围广、销售渠道协同等优势，市场开拓有望顺利推进，预计 3-5 年有望发展为 3 亿元的大品种。
- 产能扩张有望带动原料药收入翻倍。** 公司原料药的生产销售目前由全资子公司新宁制药有限公司负责，主打产品原料药铝碳酸镁、苯妥英钠、冰醋酸、氯化钙在全国市场占有率居前列。2023 年新宁制药产能为年产 2100 吨，近几年已满负荷生产。在特色产品市场空间进一步提升的情况下，公司计划将产能扩张至 4200 吨，发挥特色产品的优势潜力，实现原料药营业收入增长一倍的销售目标。
- 盈利预测与投资建议:** 凭借止咳宝片和高潜力新品的放量，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.8/3.4/4.2 亿元，同比增长 11.6%/19.8%/23.8%。首次覆盖，建议积极关注。
- 风险提示:** 政策波动风险；核心产品销售不及预期风险；渠道开拓不及预期风险；出厂价波动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1067.21	1149.50	1327.99	1603.22
增长率	20.38%	7.71%	15.53%	20.73%
归属母公司净利润(百万元)	253.18	282.55	338.52	419.23
增长率	42.07%	11.60%	19.81%	23.84%
每股收益 EPS(元)	0.69	0.77	0.93	1.15
净资产收益率 ROE	12.59%	13.62%	15.55%	18.12%
PE	21	19	16	13
PB	2.67	2.59	2.47	2.32

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.65
流通 A 股(亿股)	2.68
52 周内股价区间(元)	12.06-26.7
总市值(亿元)	53.76
总资产(亿元)	25.13
每股净资产(元)	5.51

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 特一药业：底蕴深厚的品牌中药龙头	1
2 中成药：渠道扩张+新品放量带动增量	6
2.1 止咳宝片：百年品牌积淀，产能扩张+渠道变革驱动 5 倍空间	7
2.2 皮肤病血毒丸和降糖舒丸：潜力新品放量在即	11
3 化药制剂稳健增长，原料药产能扩张有望翻倍	12
3.1 化学制剂：受益集采的渠道扩张有望稳健增长	12
3.2 原料药：产能扩张有望带动原料药收入翻倍	13
4 盈利预测与估值	14
4.1 收入预测	14
4.2 相对估值	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 公司历年营业收入.....	3
图 4: 公司历年净利润.....	3
图 5: 公司历年收入结构.....	4
图 6: 公司历年毛利结构.....	4
图 7: 公司历年收入区域构成.....	5
图 8: 公司历年费用率.....	5
图 9: 公司历年毛利率、归母净利率.....	5
图 10: 公司中成药业务收入及增速.....	6
图 11: 公司中成药业务毛利率.....	6
图 12: 公司中成药产品矩阵.....	7
图 13: 公司止咳宝片收入情况.....	8
图 14: 止咳宝片占公司营业总收入比重.....	8
图 15: 民国时期止咳宝的报刊广告.....	9
图 16: 止咳宝片为岭南中药文化遗产.....	9
图 17: 中国老龄化趋势.....	9
图 18: 止咳化痰中成药市场规模.....	9
图 19: 2023H1 中国城市实体药店终端止咳祛痰平喘中成药厂家竞争格局.....	10
图 20: 2023H1 中国城市实体药店终端止咳祛痰平喘中成药品牌 TOP10.....	10
图 21: 公司止咳宝的优势.....	10
图 22: 公司止咳宝片单价变化 (元/片).....	11
图 23: 公司皮肤病血毒丸.....	11
图 24: 公司降糖舒丸.....	11
图 25: 公司化学制剂业务收入及增速.....	12
图 26: 公司化学制剂业务毛利率.....	12
图 27: 公司化学原料药业务收入及增速.....	13
图 28: 公司化学原料药业务毛利率.....	13

表 目 录

表 1: 公司主要产品情况.....	2
表 2: 中医药行业政策梳理.....	6
表 3: 公司收入预测.....	14
表 4: 同业可比公司估值表 (截至 2024 年 4 月 12 日).....	15
附表: 财务预测与估值.....	16

1 特一药业：底蕴深厚的品牌中药龙头

特一药业集团股份有限公司由台城有限整体变更设立股份有限公司而来，台城有限成立于 2003 年，2014 年在创业板上市，2016 年公司名称由“广东台城制药股份有限公司”变更为“特一药业集团股份有限公司”，证券简称由“台城制药”变更为“特一药业”。公司总部位于江门市，公司主要从事中成药和化学制剂药的研发、生产和销售。

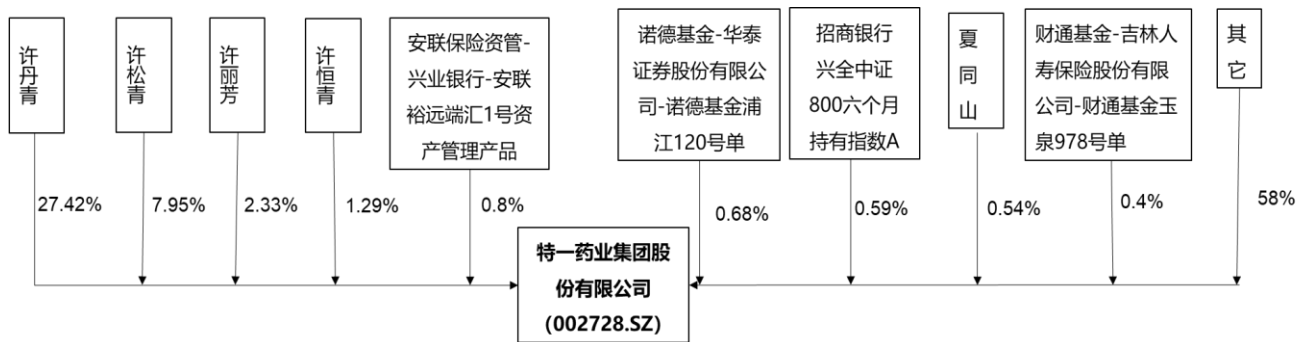
公司核心品种为止咳宝片，具有百年历史。产品秘方入选岭南中药文化保护遗产（第一批），原为国家二级中药保护品种，疗程短、见效快、服药方便。在临床上用于治疗慢性支气管炎，针对咳嗽（尤其是寒性咳嗽、痰湿咳嗽）疗效确切。对各类型的慢性咳嗽有显著效果，对止咳、化痰、平喘疗效十分明显。公司的止咳宝片连续多年位列止咳类口服药前五大品牌。

图 1：公司发展历程

时间	事件
2003年	设立广东省民营科技企业
2004年	获得广东省高新技术企业认定证书
2008年	广东省医药工业中成药制药和中药饮片加工20强企业；广东省医药工业化学药品原药和化学药品制剂制造20强企业
2009年	止咳宝秘方岭南文化遗产和六和茶秘方岭南文化遗产
2009年	获得GMP证书；止咳宝片被认定为广东省高新技术产品
2014年	台城制药股票在深圳交易所挂牌上市，股票简称台城制药，证券代码：002728
2015年	特一药业全资收购海南海力制药
2015年	止咳宝片成为全国独家产品
2016年	公司名称由“广东台城制药股份有限公司”变更为“特一药业集团股份有限公司”，证券简称由“台城制药”变更为“特一药业”
2018年	通过以资产收购的方式，新增了丸剂和滴眼剂，丰富了原有的产品组合
2019年	特一药业集团荣获2018年度中国中药企业百强第56位
2021年	非公开发行股票1.85亿元用于现代中药产品线扩建及技术升级改造；成立子公司特美健康，涉足大健康产业的投资运营。
2023年	2023年核心产品止咳宝片的销量突破了10亿片

数据来源：公司官网，公司历年年报，西南证券整理

公司股权结构清晰，董事长许丹青为实际控制人。截至 2023 年年末，公司总股本数为 3.65 亿股，董事长许丹青直接持有公司 27.42% 的股权，为公司控股股东、实际控制人，许松青、许丽芳、许恒青为其一致行动人，四人合计持有公司股份 38.99%。

图 2：公司股权结构


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司主要销售中成药和化学制剂，产品矩阵覆盖领域广泛。公司的主要产品包括止咳宝片、蒲地蓝消炎片、感冒灵颗粒、血塞通分散片、银杏叶分散片、益心舒颗粒、铝碳酸镁咀嚼片、枫蓼肠胃康片、奥美拉唑肠溶胶囊、皮肤病血毒丸、小儿咳喘灵颗粒、金匱肾气片、降糖舒丸、独活寄生颗粒等。

表 1：公司主要产品情况

类别	产品/服务	产品功能和用途
呼吸系统类	止咳宝片	宣肺祛痰，止咳平喘。用于外感风寒所致的咳嗽、痰多清稀、咳甚而喘；慢性支气管炎、上呼吸道感染见上述证候者。
	蒲地蓝消炎片	清热解毒，抗炎消肿。用于疖肿、咽炎、扁桃腺炎。
	感冒灵颗粒	解热镇痛。用于感冒引起的头痛、发热、鼻塞、流涕、咽痛。
心脑血管类	血塞通分散片	活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量。用于脑络瘀阻，中风偏瘫，心脉瘀阻，胸痹心痛；脑血管后遗症，冠心病心绞痛属上述证候者。
	银杏叶分散片	活血化瘀通络。用于瘀血阻络引起的胸痹心痛、中风、半身不遂、舌强语蹇；冠心病稳定型心绞痛、脑梗死见上述证候者。
	益心舒颗粒	益气复脉，活血化瘀，养阴生津。用于气阴两虚，心悸脉结代，胸闷不舒、胸痛及冠心病心绞痛见有上述症状者。
消化系统类	铝碳酸镁咀嚼片	1.慢性胃炎。2.与胃酸有关的胃部不适症状，如胃痛、胃灼热感（烧心）、酸性嗝气、饱胀等。
	枫蓼肠胃康片	理气健胃、除湿化滞。用于中运不健、气滞湿困而致的急性胃肠炎及其所引起的腹胀、腹痛和腹泻等消化不良症。
	奥美拉唑肠溶胶囊	适用于胃溃疡、十二指肠溃疡、应激性溃疡、反流性食管炎和卓-艾综合征（胃泌素瘤）。
皮肤类	皮肤病血毒丸	清血解毒，消肿止痒。用于经络不和，湿热血燥引起的风疹，湿疹，皮肤刺痒，雀斑粉刺，面赤鼻龋，疮疡肿毒，脚气疥癣。
儿科类	小儿咳喘灵颗粒	宣肺、清热，止咳、祛痰。用于上呼吸道感染引起的咳嗽。
补益类	金匱肾气片	温补肾阳，化气行水，用于肾虚水肿、腰膝酸软、小便不利、畏寒肢冷。
降糖类	降糖舒丸	滋阴补肾，生津止渴。用于糖尿病及糖尿病引起的全身综合症。
祛风湿类	独活寄生颗粒	养血舒筋、祛风除湿。用于风寒湿痹所致腰膝冷痛，屈伸不利。

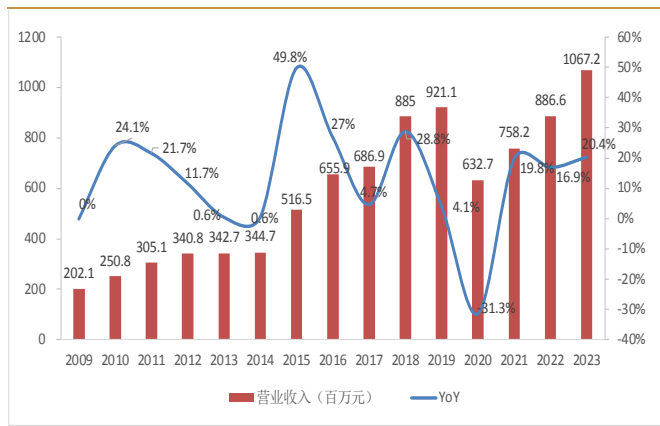
数据来源：公司公告, 西南证券整理

第一轮股权激励助力业绩高增长，新一轮激励未来可期。2021年10月份公司发布股票期权激励计划，拟授予116名核心人员400万股公司股票期权权益，占总股本1.96%。根据业绩考核目标，以2020年为基数，2021~2023年公司归母净利润增长分别不低于170%、300%、450%，对应净利润1.18、1.75、2.41亿元，2021-2023年业绩均已达成激励目标。

新冠疫情前，公司收入和业绩稳健增长，疫后业绩恢复性增长。新冠疫情前，公司收入和业绩稳健增长，2009-2019年，公司销售收入从2亿元增长至9.2亿元，期间年复合增长率为16.4%，归母净利润从0.2亿元增长至1.7亿元，复合增速21.7%。2020年因新冠疫情影响，公司收入和业绩双双下滑。

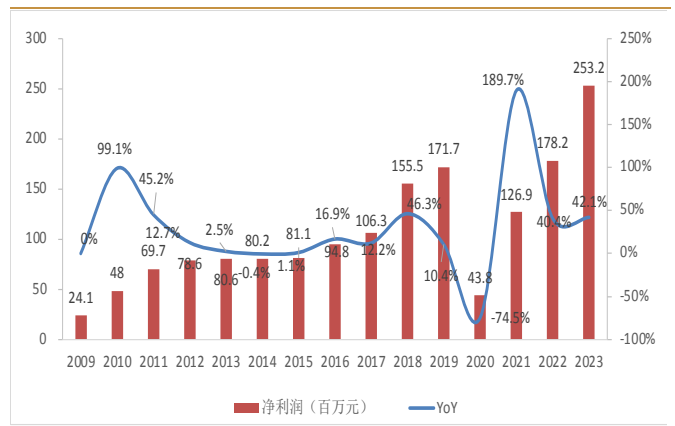
2023年公司核心产品止咳宝片保持了持续的增长，受益于止咳宝片显著的疗效、见效快的优势，2023年止咳宝片的销量突破了10亿片。由于止咳宝片销售增长较快，在主营业务中的占比增大，为公司带来了较好的经营业绩。同时，公司加大了品牌建设力度和市场推广力度，尽管费用增长较大，但特一品牌的知名度得到了进一步的提升，促进了止咳宝片及其他特一系列产品的销售增长，增厚了公司的经营业绩。2023年公司实现收入10.7亿元(+20.4%)，归母净利润2.5亿元(+42.1%)。

图 3：公司历年营业收入



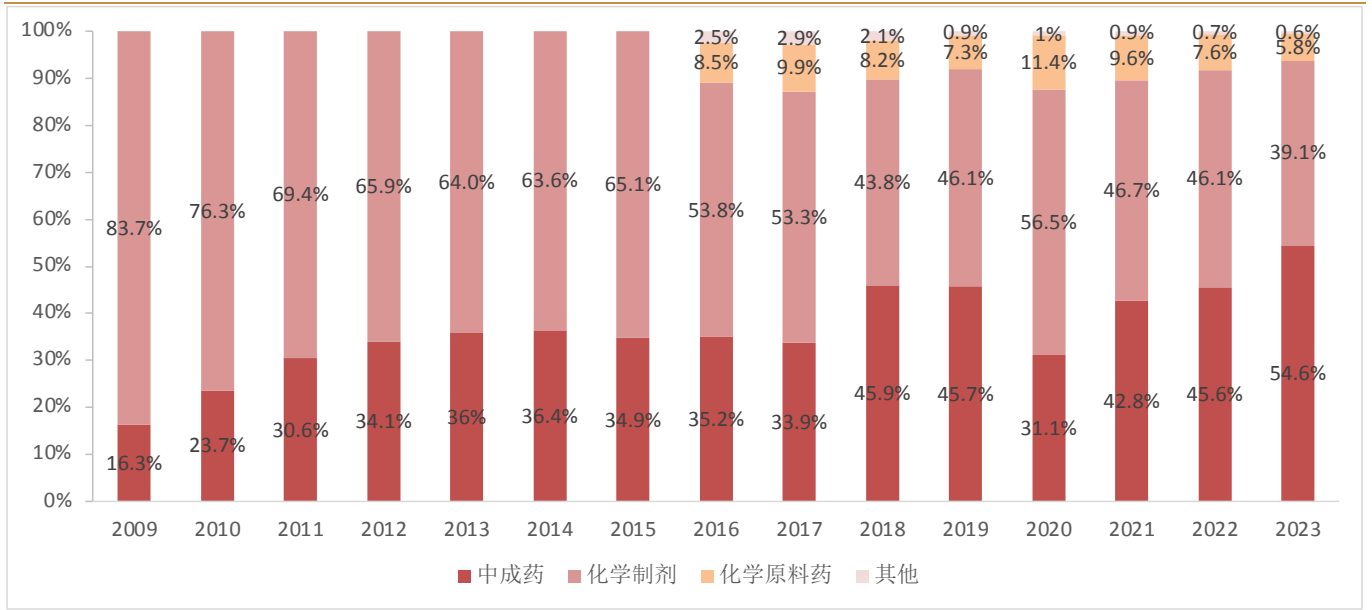
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司历年净利润



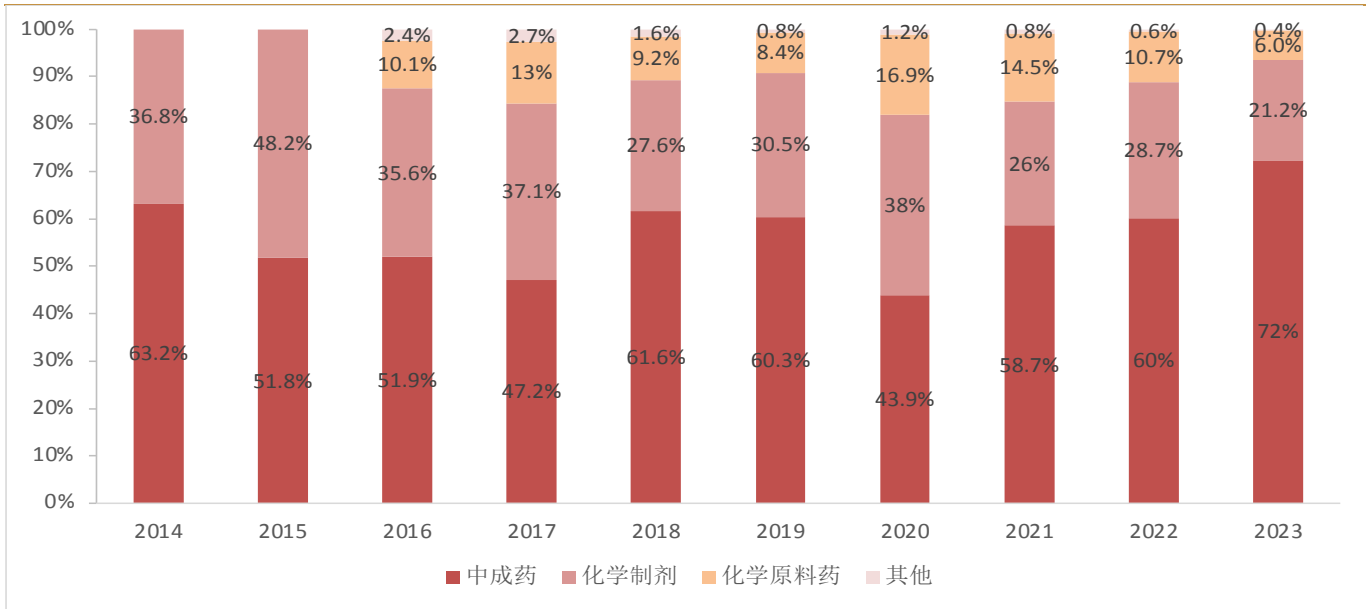
数据来源：Wind，西南证券整理

从收入构成看，中成药占比逐步提升。公司目前收入主要来自于中成药、化学制剂和原料药，2023年占比分别为54.6%、39.1%、5.8%。从2009至2023年，中成药占总收入的比例从16.3%提升至54.6%，占比逐步提升，体现公司对中成药产品的战略重视。

图 5：公司历年收入结构


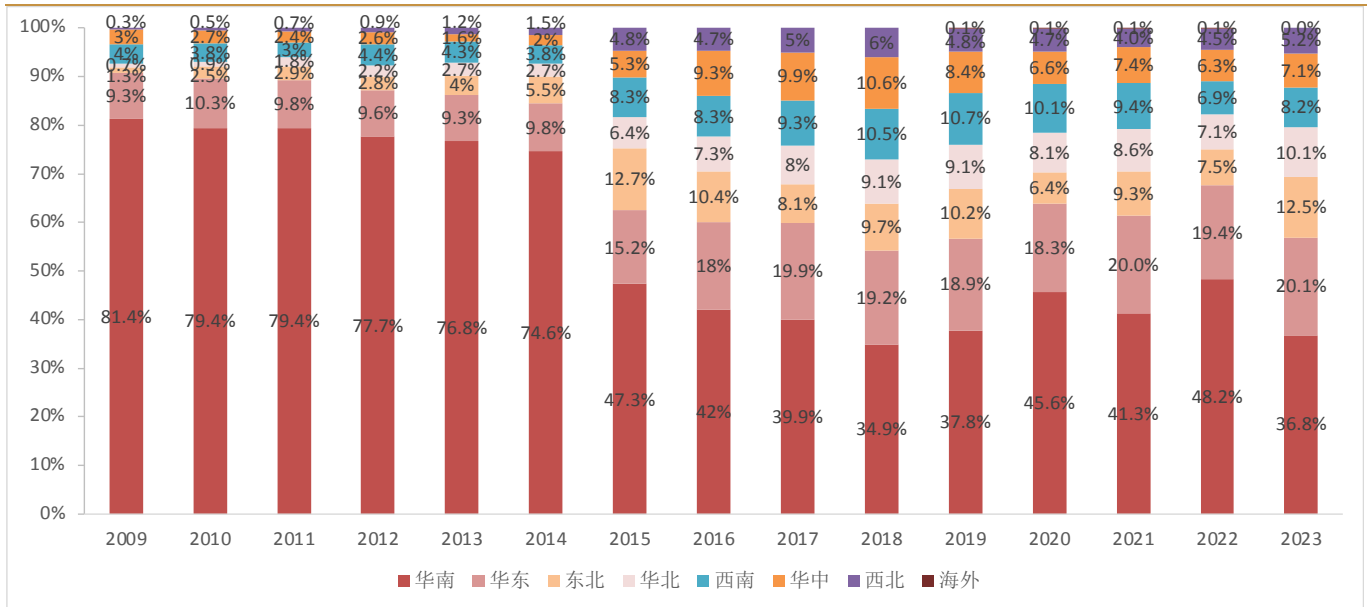
数据来源：Wind, 西南证券整理

从盈利构成看，目前公司近 7 成毛利来自中成药，后续占比有望进一步提升。从 2014 年到 2023 年，公司中成药毛利占比一直最大，主要因为中成药产品毛利率较高，且收入占比一直提升。后续随着公司对中成药板块加大重视，中成药的盈利占比有望进一步增加，为公司业绩主要驱动因素。

图 6：公司历年毛利结构


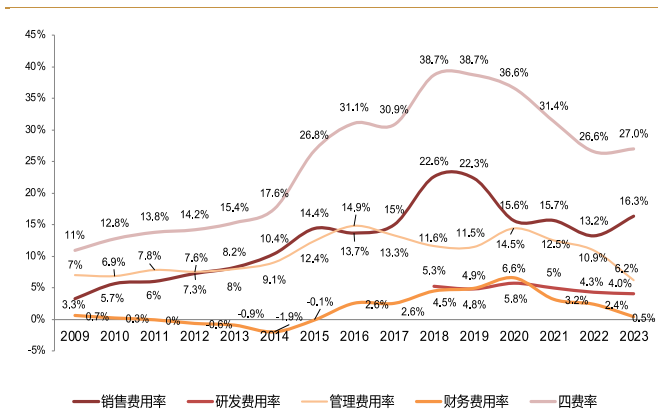
数据来源：Wind, 西南证券整理

从区域构成看，公司收入主要集中在华南、华东市场，其余地区有较大的开拓空间。虽然近些年公司加大全国其他地区投入，但从 2023 年收入构成看，华南、华东市场仍占据主要份额，为 36.8% 和 20.1%，合计接近 60%，但华南地区收入占比近年有下降趋势。随着后续公司加大空白市场的推广，以及部分直销队伍的培育，预计公司收入将逐步走向全国化。

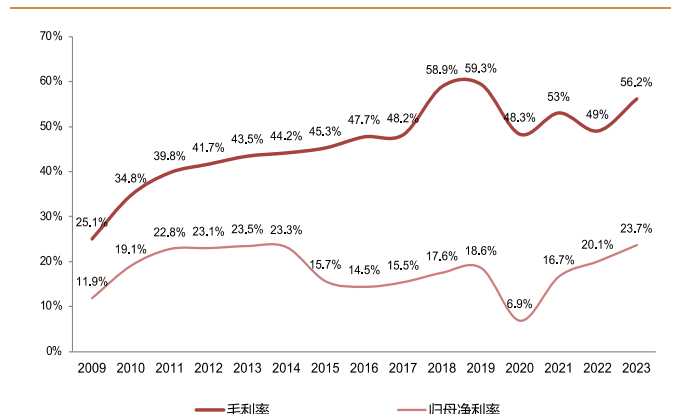
图 7：公司历年收入区域构成


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司毛利率逐渐提升，费用率逐渐下降，盈利能力有望持续提升。在新冠疫情以前，公司业务历史毛利率总体呈现稳健上升的态势，2009-2019 年毛利率从 25.1% 提升到 59.3%，2020 年因疫情影响收入结构，导致毛利率出现较大下滑，但 2023 年已经重新回升至 56.2%。公司期间费用率从 2018 年以后开始逐步下降，2023 年四费率为 27% (+0.4pp)，其中销售费用率 16.3% (+3.1pp)，管理费用率 6.2% (-4.7pp)，研发费用率 4% (-0.3pp)，财务费用率 0.5% (-1.9pp)。随着后续规模效应提升，公司盈利能力有望持续提升。

图 8：公司历年费用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

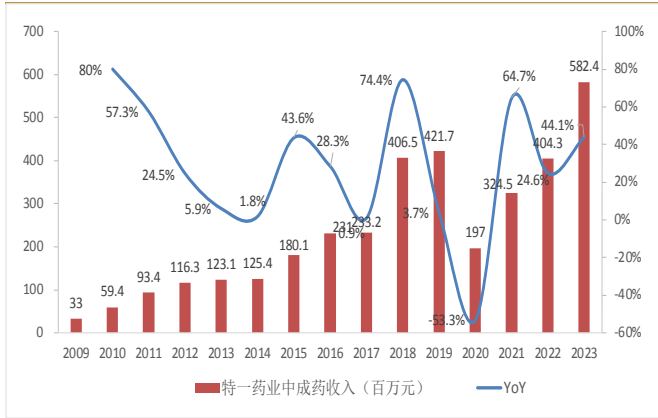
图 9：公司历年毛利率、归母净利润率


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 中成药：渠道扩张+新品放量带动增量

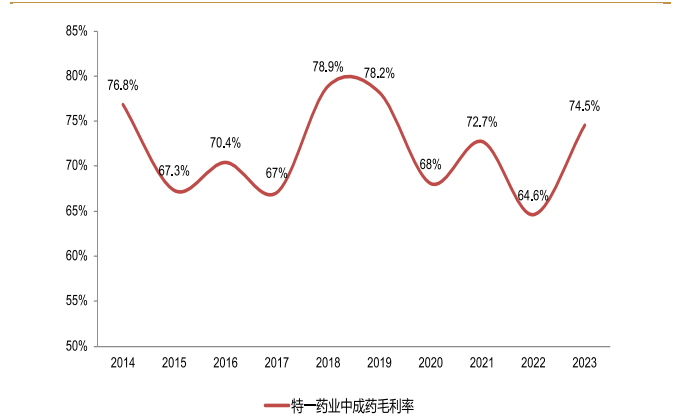
中成药业务是公司核心的业务。在当前国家政策大力支持中医药行业发展的背景下，公司将中成药品种作为公司发展重点，2023年度公司中成药销售收入为5.82亿元(+44.1%)。中成药的收入增量占到了公司收入增量的绝大多数，尤其是公司的独家核心产品止咳宝片销售恢复的情况下，公司的全年收入相较于疫情得到了快速恢复并持续增长。加之公司中成药产品的毛利较高，增长对业绩的影响更大，以近成为公司核心的业务。

图 10：公司中成药业务收入及增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 11：公司中成药业务毛利率



数据来源：Wind, 西南证券整理

政策利好中药板块，公司将聚焦中药赛道发力。近年来，医药卫生体制改革不断深化，中医中药也有明确的政策支持。2019年10月26日，中共中央、国务院发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》，将传承创新发展中医药纳入新时代中国特色社会主义事业的重要内容。2020年新冠肺炎疫情以来，中医在防治中发挥了特殊的重要作用，为打赢疫情防控贡献了中医力量。中医药将凭借其独特的优势和国家产业政策的扶持，为后期的长足发展奠定基础。基于这些政策背景，公司将大力发展中成药业务。

表 2：中医药行业政策梳理

发布年份	政策文件	主要内容
2023年	《关于印发“十四五”中医药文化弘扬工程实施方案的通知》	提出到2025年，中医药文化产品和服务供给更为优质丰富，中医药博物馆事业加快发展，中医药文化传播体系趋于健全，公民中医药健康文化素养水平提升至25%左右，中医药“走出去”步伐更加坚实。
2023年	《国务院办公厅关于印发中医药振兴发展重大工程实施方案的通知》	明确中医药的总体要求和健康服务高质量发展工程和中医药文化弘扬工程。
2023年	《国家药监局关于印发进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展若干措施的通知》	在2020年的基础上，结合中药审评审批制度改革和监管工作实践经验，围绕当前产业高质量发展的新要求，进一步细化落实措施，强化政策引导，深化科学监管，优化服务举措。其内容包括加强中药材质量管理，强化中药饮片、中药配方颗粒监管，优化医疗机构中药制剂管理，完善中药审评审批机制，重视中药上市后管理，提升中药标准管理水平，加大中药安全监管力度，推进中药监管全球化合作等方面，并提出多项保障措施。
2022年	《国务院办公厅关于“十四五”中医药发展规划》	《规划》统筹考虑医疗、科研、产业、教育、文化、国际合作等中医药发展重点领域，共提出十个方面重点任务。
2021年	《国务院办公厅印发关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》	从人才、产业、资金、发展环境等多个方面提出28条举措，为中医药高质量特色发展保驾护航，为老百姓方便看中医、放心用中药固本培元。

发布年份	政策文件	主要内容
2020年	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	要促进中药守正创新。坚持以临床价值为导向,鼓励开展以患者为中心的疗效评价,探索引入真实世界证据用于支持中药新药注册上市;推动古代经典名方中药复方制剂研制,成立古代经典名方中药复方制剂专家审评委员会,实施简化审批;鼓励二次开发,支持运用符合产品特点的新技术,新工艺以及体现临床应用优势和特点的新剂型改进已上市中药品种;加强中药安全性研究,加大对来源于古代经典名方,名老中医验方,医疗机构制剂等具有人用经验的中药新药安全性评价技术标准的研究等。
2020年	《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》	明确要求在医疗救治工作中积极发挥中医药作用,加强中西医结合,建立中西医联合会诊制度,促进医疗救治取得良好效果。
2019年	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	将传承创新发展中医药纳入新时代中国特色社会主义事业的重要内容,提出用3年左右时间,筛选50个中医治疗优势病种和100项适宜技术、100个疗效独特的中药品种,向社会发布;优化基于古代经典名方、名老中医方、医疗机构制剂等具有人用经验的中药新药审评技术要求,加快中药新药审批等促进中医药产业快速发展的举措。
2016年	《“健康中国2030”规划纲要》	充分发挥中医药独特优势,提高中医药服务能力、发展中医养生保健治未病服务、推进中医药传承创新。

数据来源:公司公告,西南证券整理

公司中成药已经构建以止咳宝片为核心,以血毒丸、降糖舒丸、配方颗粒为新增长点的产品矩阵。根据公司中成药板块的发展战略,一方面将拓展核心品种(止咳宝片)的市场份额;另一方面,加大潜力中成药产品的市场培育和开发力度,基于市场潜力,加大潜力中成药产品的市场培育和开发力度。从治疗领域看,公司在呼吸系统类、皮肤类、降糖类、心脑血管类、消化系统类等领域的中成药产品丰富。

图 12: 公司中成药产品矩阵



数据来源:公司公告,西南证券整理

2.1 止咳宝片: 百年品牌积淀, 产能扩张+渠道变革驱动 5 倍空间

止咳宝片为公司核心品种，2023年止咳宝片的销量突破了10亿片，比2022年增长了91%，比疫情前2019年增长了41%。2020年受到疫情影响，止咳宝片销售额下滑，2023年止咳宝片恢复性增长显著，止咳宝片收入占比进一步提升至41%。产能扩张+渠道变革，公司将核心品种止咳宝片作为未来长期经营的目标，力争在3-5年左右的时间，达到止咳宝片销售24亿片的目标，较2023年实现翻倍以上空间增长，主要是基于以下原因：

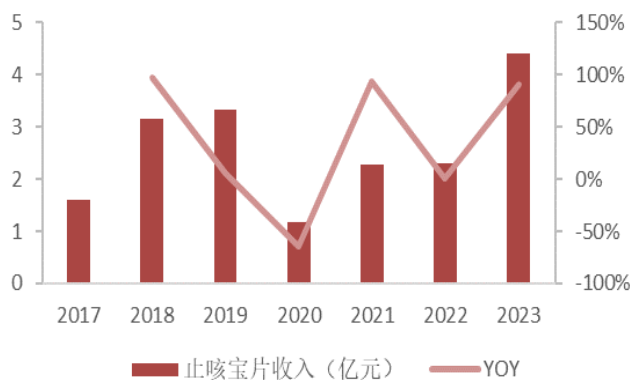
一是止咳宝片疗效显著，见效快，且具有价格优势。止咳宝片在临床上用于治疗慢性支气管炎，针对咳嗽（尤其是寒性咳嗽、痰湿咳嗽）疗效确切。止咳宝片经广东省中医院和广州中医学院附属医院临床疗效总结有三大特点：1) 对各类型的慢性咳嗽有显著效果，对止咳、化痰、平喘疗效十分明显，临控+显效率为73%，总有效率为93%；2) 毒副作用很低，疗程短、见效快、服药方便；3) 对虚寒型和痰湿型哮喘治疗效果最好，总有效率分别是100%及95%。此外，从止咳宝片当前消费水平来看，止咳宝片每天的使用成本在7.45元左右，而大部分止咳化痰类中成药每天的使用成本为13.8元左右，公司止咳宝片产品具有一定的价格优势。

二是止咳宝片有足够的市场空间。止咳宝片产品目前是以地级市及省会城市为区域代理方式进行销售。目前存在部分市场覆盖率较低的区域，这些空白区域的开拓将进一步增加止咳宝片产品的长期市场空间。随着公司营销团队的建设完善，已经加大品牌的投入，将进一步促进止咳宝片的推广销售。

三是止咳宝片有较大消费群体。由于城镇化和工业化的发展等，呼吸系统疾病成为中老年人的主要疾病之一，在呼吸系统疾病方面，又以咳嗽患者居多，而我国在治疗咳嗽方面的用药，主要是以中成药为主。2022年我国60岁以上的人群，已经到达2.80亿人口，占比达到19.8%，随着老年人口的进一步增加，止咳化痰类产品的消费人群庞大。

四是止咳宝片逐步扩产，2023年产能从10亿片提升至18亿片。止咳宝片有专门的生产车间，原有产能是10亿片（约4000万盒左右）。2022年末，随着止咳宝片的市场需求增加，受限于止咳宝片与蒲地蓝消炎片、枫蓼肠胃康片等产品共用包装线，公司在暂停其他产品生产，全力保障止咳宝片生产，并在原有的场所增加生产班次的前提下，止咳宝片产能可以达到18亿片。2023年上半年，随着止咳宝片专用全自动包装线的安装及使用，在不影响其他产品正常生产包装并适当增加止咳宝片生产班次的前提下，止咳宝片的当前产能达到18亿片。后期可根据生产需要，在现有的场所增加生产设备以及新包装线的安装及使用，产能可进一步扩大，产能可以达到24亿片。

图 13：公司止咳宝片收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：止咳宝片占公司营业总收入比重



数据来源：公司公告，西南证券整理

止咳宝片具有百年品牌积淀，收购海力制药后成为公司独家品种。止咳宝片为国家中药二级保护品种，秘方入选岭南中药文化保护遗产，是岭南中药的代表之一，原方为清末著名广东名医刘得之先生所创，距今已百年历史。公司于 2015 年 6 月完成了对海力制药的收购工作，并于同年开始对原有的止咳宝片销售市场（海力制药在被公司收购之前，一直有生产止咳宝片产品）进行整合优化。收购海力制药之后，止咳宝片成为公司独家品种。目前止咳宝片已经建立较高的品牌认可度，有较多的忠实用户。

图 15：民国时期止咳宝的报刊广告



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：止咳宝片为岭南中药文化遗产

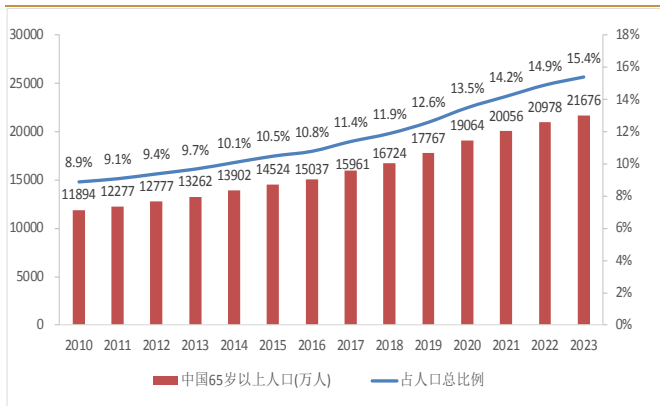


数据来源：公司公告，西南证券整理

老龄化背景下，止咳化痰中成药需求明确。咳嗽为呼吸系统疾病的常见症状，根据国家卫生部统计，我们每年有 3 亿人群感染呼吸系统疾病，其中咳嗽患者达 5000 万人，且随着老龄化的日益严峻，咳嗽患者亦不断增加（50 岁以上是咳嗽高发人群），巨大的患者基数带来庞大的止咳药物的需求。目前止咳化痰药物以中成药为主，近几年占比超过 80%，且比重在不断增加。止咳祛痰平喘中成药是家庭药箱中的常备药品，也是呼吸系统疾病中成药细分类别之一。疫情后止咳祛痰平喘中成药在实体药店市场重回增长轨道。

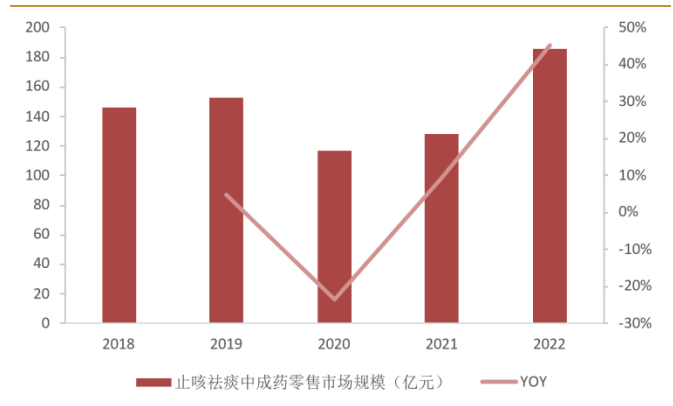
2023H1 中国城市实体药店终端止咳祛痰平喘中成药品牌 TOP10 中，京都念慈菴总厂的京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏自 2015 年以来持续蝉联第一，太极集团重庆涪陵制药的急支糖浆位列第二，浙江天皇药业的铁皮枫斗颗粒位列第三，丽彩甘肃西峰制药的补肺丸、扬子江海燕药业的苏黄止咳胶囊分别位列第四、第五。贵州药业的肺力咳合剂、特一药业的止咳宝片分别位列第六、第七名。

图 17：中国老龄化趋势



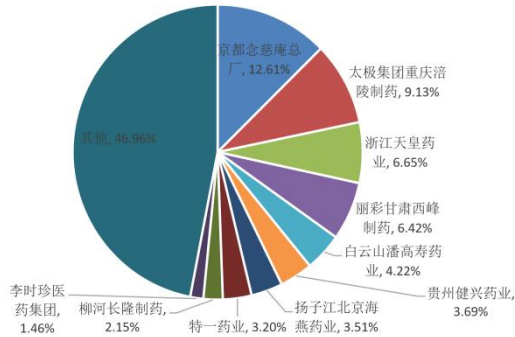
数据来源：wind，西南证券整理

图 18：止咳化痰中成药市场规模



数据来源：CHIS，西南证券整理

图 19: 2023H1 中国城市实体药店终端止咳祛痰平喘中成药厂家竞争格局



数据来源: 米内网, 西南证券整理

图 20: 2023H1 中国城市实体药店终端止咳祛痰平喘中成药品牌 TOP10

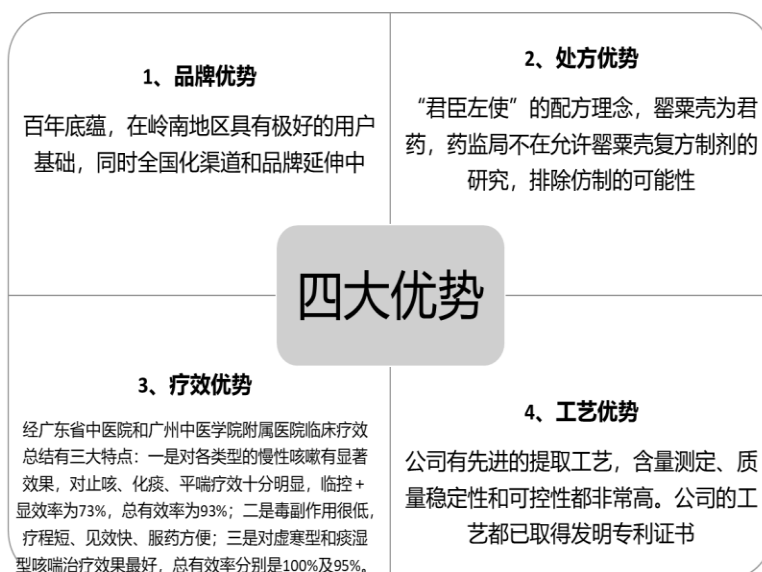
排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)	增长率
1	京都念慈庵蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈庵总厂	8.03	52.03%
2	急支糖浆	太极集团重庆涪陵制药	5.81	525.29%
3	铁皮枫斗颗粒	浙江天皇药业	4.23	25.56%
4	补肺丸	丽彩甘肃西峰制药	4.08	31.22%
5	苏黄止咳胶囊	扬子江北京海燕药业	2.24	77.16%
6	肺力咳合剂	贵州健兴药业	2.20	99.12%
7	止咳宝片	特一药业	2.04	79.28%
8	肺宁颗粒	柳河长隆制药	1.36	31.52%
9	蜜炼川贝枇杷膏	白云山潘高寿药业	1.19	50.42%
10	强力枇杷露	哈尔滨康隆药业	0.76	62.72%

数据来源: 米内网, 西南证券整理

止咳宝片具备四大优势, 市场份额有望逐渐提升。公司止咳宝片具备品牌、处方、疗效、工艺四大优势。在疗效方面, 公司生产的止咳宝片在临床上用于治疗慢性支气管炎, 尤其是寒性咳嗽、痰湿咳嗽, 疗效确切, 具有理肺祛痰、止咳平喘和“兼补而散之”的特点, 是治疗慢性寒性久咳的良药。目前竞品的市场份额比较分散, 止咳化痰类中成药产品目前的市场份额呈现均摊的局面, 依然是一个开放和充分竞争的市场, 预计后续市场份额有望逐渐提升。

公司止咳宝片目前的营销模式主要为经销商模式, 通过经销商进入药店和诊所, 在 OTC 渠道的销售占比超过 90%。一方面, 公司将在营销网络建设方面进一步完善, 加大对全国百强连锁药店以及区域重点连锁药店的销售和业务推广力度, 力争后期的药店覆盖率达到 40% 左右, 并在止咳宝片现有 24 片、36 片包装规格的基础上, 新增 50 板 (600 片) 的包装规格, 增加第三终端 (门诊) 的销售渠道。同时, 公司将加大对止咳宝片的临床研究和真实世界研究, 进一步挖掘开发该产品关于慢阻肺、慢性支气管炎方面的功能, 形成完整的临床试验数据, 明确治愈效果, 并以此来推广, 提高医生对该药品的认识度, 上升为国家用药指南产品。

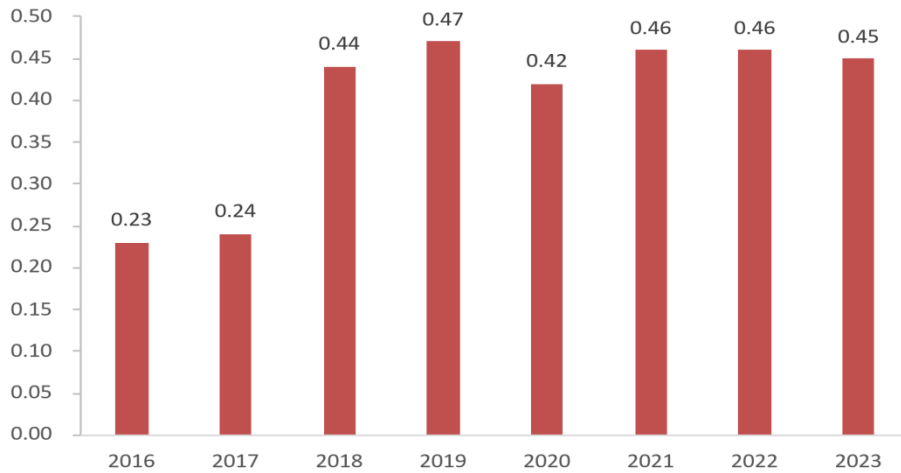
图 21: 公司止咳宝的优势



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

随着近年来上游成本上涨，止咳宝片未来仍有提价空间。公司一般根据中药材价格、通货膨胀及市场需求情况等变化来适当提高出厂价格，2016~2019年出厂价分别为0.23、0.24、0.44、0.47元，其中2018年提价对收入的影响非常明显。2020年受疫情影响，公司适当给渠道让利，出厂价略有下降，但2021年基本恢复至2019年水平。由于止咳宝片是OTC产品，终端主要是药店和诊所，相对院内价格更加友好，且目前市场中药消费品基于成本压力的提价较为普遍，我们判断后续公司仍有提价的空间。

图 22：公司止咳宝片单价变化（元/片）



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 皮肤病血毒丸和降糖舒丸：潜力新品放量在即

公司将加大潜力品种的培育与开拓。鉴于皮肤病血毒丸和降糖舒丸的市场潜力较大，公司已将皮肤病血毒丸、降糖舒丸作为继止咳宝片后的重大品种进行培育。目前两者对公司业绩贡献还较小，但后续随着丸剂车间利用效率的提升，公司潜力品种的收入和盈利能力都会有较大的提升。公司希望通过3到5年的努力，把皮肤病血毒丸、降糖舒丸打造为年营销收入到达3亿左右的中药核心品种。

图 23：公司皮肤病血毒丸



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：公司降糖舒丸



数据来源：公司公告，西南证券整理

皮肤病市场空间大，公司皮肤病血毒丸有望成为新的中药大品种，3-5年有望成为3亿元品种。公司皮肤病血毒丸产品于2020年3月上市，适用于雀斑粉刺、风疹、湿疹等，起到外病内治的功效。从临床看，经过广州海博特医药科技有限公司在广东省内4家医院开展样本量为120例的皮肤病血毒丸治疗痤疮（青春痘）的多中心、前瞻性、单臂自身对照临床研究，统计分析初步结果有疗效。公司已启动皮肤病血毒丸的临床试验，公司将通过核心品种的临床研究或真实世界研究，为后期的中成药产品在健康消费领域协同发展。目前皮肤病血毒丸竞争格局良好，仅有同仁堂有同类产品于2020年5月上市，都处于市场推广期。

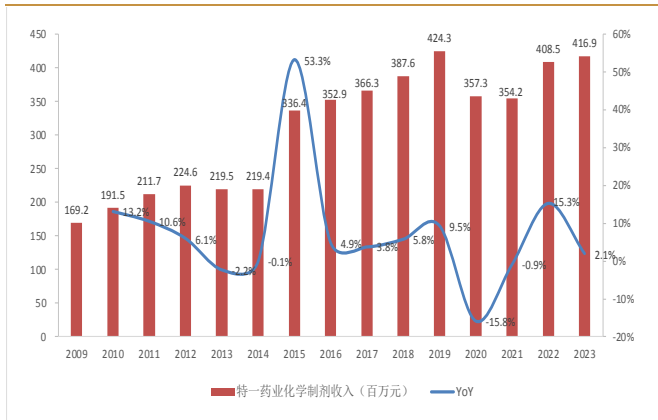
降糖舒丸患者基数大，3-5年有望成为3亿元品种。降糖舒丸于2019年10月正式上市销售，属于降糖类药物，功能为滋阴补肾，生津止渴，用于糖尿病及糖尿病引起的全身综合症。降糖舒丸的优势在于：一是口服即可，服用方便；二是降糖舒丸适用症范围广，不仅适用于糖尿病，也适用于由于糖尿病引起的全身综合症。销售策略看，公司利用止咳宝片销售渠道所带来的协同优势，将该品种直接销售至药店。目前降糖舒丸仍处于市场开拓阶段，3-5年也有望发展为3亿元的大品种。

3 化药制剂稳健增长，原料药产能扩张有望翻倍

3.1 化学制剂：受益集采的渠道扩张有望稳健增长

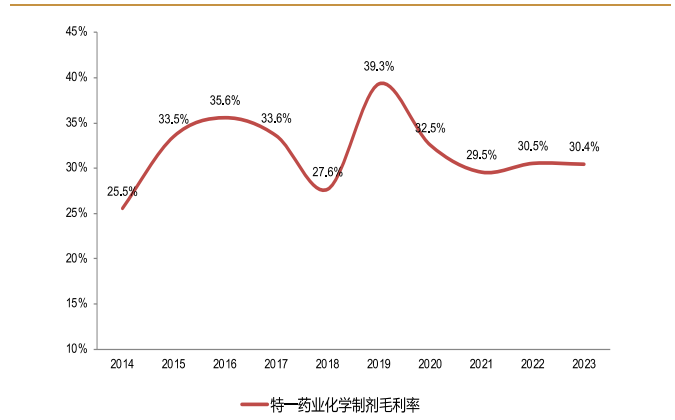
化学制剂的收入近年来比较稳定，毛利率水平比较低。公司化学制剂收入比较稳定，2023年公司化学制剂收入为4.17亿，同比增长2.1%，占据了公司总收入的39.06%，近年来比较稳定。公司化学制剂毛利率较低稳定在30%左右，2023年化学制剂毛利率为30.4%，低于中成药和公司整体的毛利率水平。

图 25：公司化学制剂业务收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：公司化学制剂业务毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

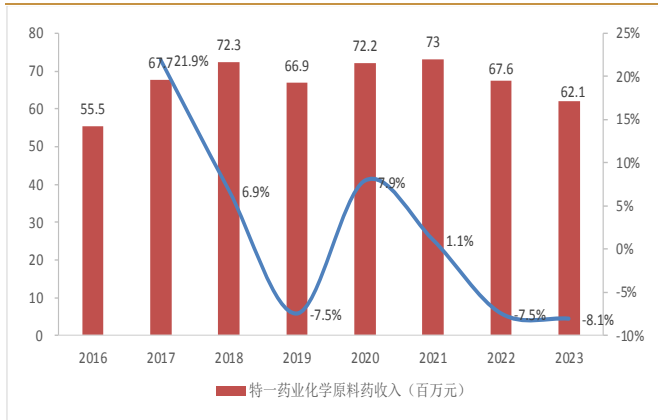
公司化学制剂品种较多。公司化学制剂药主要为抗生素类、抗感染类、解热镇痛类，品种较多，销售达到1000万以上的产品有10多个。大环内酯类产品销售比较大，其中依托红霉素片、红霉素肠溶片、罗红霉素胶囊三个产品市场占有率前三，目前年收入合计7000万左右。公司化学制剂药的优势主要有：一是低价优质的优势；二是公司的化学制剂药种类多、剂型多，具有结构优势；三是有一定的市场基础。公司近年以来积极开展“一致性评价”工作，目前公司已有16个品种通过了一致性评价。公司在积极参与“集采”招投标的情况下，产品的销售渠道有望进一步增加。

积极参与一致性评价，公司有望通过集采获得份额提升。近年来，公司研发投入重要的一部分用于化学制剂的一致性评价，截至 2023 年末已经通过一致性评价的药品共有 16 个：头孢氨苄胶囊、蒙脱石散、头孢拉定胶囊、磺胺嘧啶片、阿莫西林胶囊、盐酸克林霉素、甲硝唑片、吡嗪酰胺片、复方磺胺甲噁唑片、替硝唑片、卡托普利片、盐酸乙胺丁醇片、盐酸二甲双胍缓释片、铝碳酸镁咀嚼片、利福平胶囊、尼群地平片等。

3.2 原料药：产能扩张有望带动原料药收入翻倍

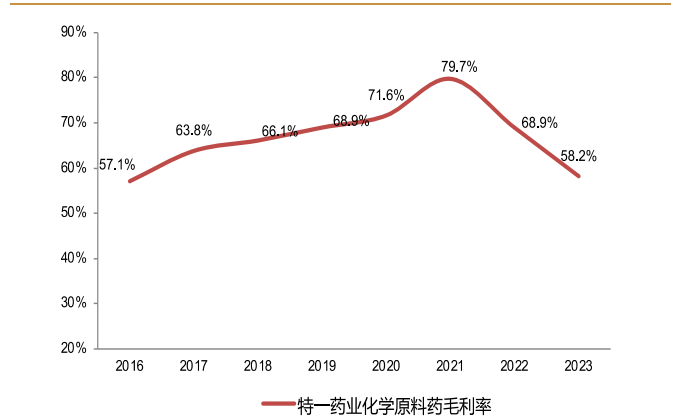
原料药收入占比较低，毛利率有所提升。目前化学原料药占据公司收入比重较小，2023 年收入 0.62 亿元 (-8.1%)，占 5.82%，受限于产能，过去几年收入有下降趋势。化学原料药及化工产品方面，部分直接销售到终端客户（生产厂家），部分通过经销商销售。未来，公司将由经销商模式逐步转向经销和公司直接到零售终端的销售模式，提高营销渠道的积极性，从而进一步扩大公司的销售规模。同时，公司将加大第三终端（诊所）的开拓力度，增加产品销售渠道。

图 27：公司化学原料药业务收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：公司化学原料药业务毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

未来直销药店的比重将增加。公司原料药的生产销售目前由全资子公司新宁制药有限公司负责，主打产品原料药铝碳酸镁、苯妥英钠、冰醋酸、氯化钙在全国市场占有率居前列。公司原料药特色是技术先进，铝碳酸镁生产工艺技术达到国际先进水平，注射用氯化钠、碱式硝酸铋曾被授予“国家医药管理局优质产品”，氧化铋、苦味酸等产品质量处于国内领先水平。从销售模式看，目前公司化学原料药业务主要通过“直销+经销商销售”相结合的模式，未来直销药店的占比将逐步提升，以提高药店终端的收益和积极性。

产能扩张有望带动原料药收入翻倍。2023 年新宁制药产能为年产 2100 吨，近几年已满负荷生产。在特色产品市场空间进一步提升的情况下，公司计划将产能扩张至 4200 吨，发挥特色产品的优势潜力，实现原料药营业收入增长一倍的销售目标。

4 盈利预测与估值

4.1 收入预测

关键假设：

1) 中成药板块：考虑到公司核心中成药产品止咳宝片渗透率加速提升，预计 2024~2026 年销量增速分别为 10%、20%、25%，平均价格稳定。毛利率稳定在 74%。

2) 化学制剂板块：积极开展化学制剂产品“一致性评价”工作，积极参与产品“集采”的招投标等，以此来增加产品的销售渠道。预计 2024~2026 年销量增速分别为 5%、10%、15%，平均价格稳定。毛利率稳定在 30%。

3) 化学原料药：产能扩张，原料药-制剂一体化优势提升。预计 2024~2026 年销量增速分别为 5%、10%、15%，平均价格稳定。毛利率稳定在 60%。

4) 化工产品及其他：扩大渠道销售，预计 2024~2026 年销量增速分别为 2%、2%、2%，平均价格稳定。毛利率稳定在 38%。

表 3：公司收入预测

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
中成药	收入	5.8	6.4	7.7	9.6
	增速	44.1%	10%	20%	25%
	毛利率	74.5%	74%	74%	74%
化学制剂	收入	4.2	4.4	4.8	5.5
	增速	2.0%	5%	10%	15%
	毛利率	30.4%	30%	30%	30%
化学原料药	收入	0.6	0.7	0.7	0.8
	增速	-8.8%	5%	10%	15%
	毛利率	58.2%	60%	60%	60%
化工产品及其它	收入	0.1	0.1	0.1	0.1
	增速	0.0%	2%	2%	2%
	毛利率	37.6%	38%	38%	38%
合计	收入	10.7	11.5	13.3	16.0
	增速	20.3%	7.7%	15.5%	20.7%
	毛利率	56.15%	56.25%	57.11%	57.93%

数据来源：wind，西南证券

综上，预计公司 2024-2026 年公司总收入分别为 11.5、13.3、16 亿元，同比增速分别为 7.7%/15.5%/20.7%。

4.2 相对估值

我们采取相对估值的方法，选取 4 家同行业公司贵州三力、桂林三金、江中药业、太极集团进行对比分析，2024 年同行业公司平均 PE 为 17 倍。

表 4：同业可比公司估值表（截至 2024 年 4 月 12 日）

代码	简称	股价 (元)	每股收益 (元)					市盈率				
			2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
603439	贵州三力	14.95	0.49	0.67	0.9	1.11	-	30.51	22.31	16.61	13.47	-
002275	桂林三金	14.37	0.56	0.67	0.94	1.1	-	25.66	21.45	15.29	13.06	-
600750	江中药业	24.84	0.95	1.13	1.3	1.5	1.71	26.15	21.98	19.11	16.56	14.53
600129	太极集团	32.27	0.63	1.48	2.03	2.62	3.02	51.22	21.80	15.90	12.32	10.69
行业均值								33	22	17	14	13

数据来源：wind, 西南证券整理

5 风险提示

- 1) 政策波动风险
- 2) 核心产品销售不及预期风险
- 3) 渠道开拓不及预期风险
- 4) 价格波动风险

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1067.21	1149.50	1327.99	1603.22	净利润	253.18	282.55	338.52	419.23
营业成本	467.99	502.88	569.51	674.42	折旧与摊销	60.17	93.50	102.82	108.27
营业税金及附加	12.28	13.22	15.19	18.39	财务费用	4.82	18.11	17.67	17.33
销售费用	174.36	197.71	232.40	288.58	资产减值损失	-13.16	0.00	0.00	0.00
管理费用	66.31	91.96	102.26	120.24	经营营运资本变动	-170.75	-67.79	-50.56	-82.05
财务费用	4.82	18.11	17.67	17.33	其他	64.29	-0.40	2.25	2.07
资产减值损失	-13.16	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	198.56	325.97	410.71	464.85
投资收益	0.36	0.50	0.50	0.50	资本支出	-6.79	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-78.74	0.50	0.50	0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-85.53	-39.50	-39.50	-39.50
营业利润	293.27	326.11	391.46	484.76	短期借款	-327.68	-6.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.28	0.88	0.31	0.40	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	292.99	326.99	391.76	485.16	股权融资	541.60	0.00	0.00	0.00
所得税	39.82	44.44	53.24	65.93	支付股利	-149.01	-211.70	-236.27	-283.07
净利润	253.18	282.55	338.52	419.23	其他	-170.35	-24.42	-17.67	-17.33
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-105.44	-242.12	-253.94	-300.39
归属母公司股东净利润	253.18	282.55	338.52	419.23	现金流量净额	7.59	44.35	117.27	124.95
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	647.25	691.60	808.87	933.82	成长能力				
应收和预付款项	182.86	209.79	239.50	287.91	销售收入增长率	20.38%	7.71%	15.53%	20.73%
存货	271.83	291.96	330.70	391.64	营业利润增长率	49.21%	11.20%	20.04%	23.84%
其他流动资产	3.21	3.46	4.00	4.83	净利润增长率	42.07%	11.60%	19.81%	23.84%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	32.43%	22.18%	16.96%	19.22%
投资性房地产	9.63	9.63	9.63	9.63	获利能力				
固定资产和在建工程	656.49	607.48	549.16	485.39	毛利率	56.15%	56.25%	57.11%	57.93%
无形资产和开发支出	693.87	689.37	684.88	680.39	三费率	23.00%	26.78%	26.53%	26.58%
其他非流动资产	47.50	47.50	47.49	47.49	净利率	23.72%	24.58%	25.49%	26.15%
资产总计	2512.64	2550.80	2674.23	2841.09	ROE	12.59%	13.62%	15.55%	18.12%
短期借款	306.00	300.00	300.00	300.00	ROA	10.08%	11.08%	12.66%	14.76%
应付和预收款项	127.21	130.47	150.46	179.29	ROIC	15.82%	17.19%	20.28%	24.60%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.57%	38.08%	38.55%	38.07%
其他负债	68.75	45.11	46.30	48.16	营运能力				
负债合计	501.95	475.58	496.75	527.45	总资产周转率	0.42	0.45	0.51	0.58
股本	364.69	364.74	364.74	364.74	固定资产周转率	2.39	2.11	2.42	3.17
资本公积	982.00	981.95	981.95	981.95	应收账款周转率	10.56	10.35	10.41	10.70
留存收益	657.68	728.53	830.79	966.94	存货周转率	1.95	1.78	1.83	1.87
归属母公司股东权益	2010.68	2075.22	2177.48	2313.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.68%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2010.68	2075.22	2177.48	2313.64	资产负债率	19.98%	18.64%	18.58%	18.57%
负债和股东权益合计	2512.64	2550.80	2674.23	2841.09	带息债务/总负债	60.96%	63.08%	60.39%	56.88%
					流动比率	2.37	2.72	3.00	3.29
					速动比率	1.79	2.06	2.28	2.50
					股利支付率	58.86%	74.92%	69.79%	67.52%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	358.27	437.72	511.95	610.36	每股收益	0.69	0.77	0.93	1.15
PE	21.24	19.03	15.88	12.82	每股净资产	5.51	5.69	5.97	6.34
PB	2.67	2.59	2.47	2.32	每股经营现金	0.54	0.89	1.13	1.27
PS	5.04	4.68	4.05	3.35	每股股利	0.41	0.58	0.65	0.78
EV/EBITDA	13.84	11.21	9.36	7.64					
股息率	2.77%	3.94%	4.39%	5.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
